

LEUVENSE ECONOMISCHE STANDPUNTEN

1984/31

ZIJN DE RENTELASTEN VAN DE OVERHEIDSSCHULD

ONDRAAGLIJK GEWORDEN ?

door

Paul De Grauwe

en

Guy Verfaillie

13 FEB 1984
CENTRUM VOOR
ECONOMISCHE STUDIE
E. Van Benedenstraat 28
B-3000 LEUVEN

Februari 1984

Dit standpunt zou niet tot stand gekomen zijn zonder de vele, en soms intense, discussies die we voerden met Guido De Bruyne, Dirk Heremans, Theo Peeters, Erik Schokkaert, Paul Van Rompuy en Vic Van Rompuy, en met deelnemers aan een CES-seminarie. Het spreekt vanzelf dat deze personen niet aansprakelijk kunnen gesteld worden voor mogelijke fouten in dit standpunt.

D/1984/2020/03

1. The first part of the document is a list of the names of the members of the committee who have been appointed to the various sub-committees. The names are listed in alphabetical order of the last name.

1. INLEIDING

De sterke toename van de rentevoeten gedurende de laatste jaren heeft samen met de stijging van de overheidsschuld, de jaarlijkse nominale rentelasten van de Schatkist op exponentiële wijze opgedreven. Deze situatie heeft vele waarnemers tot de konklusie gedreven dat een onhoudbare situatie is ontstaan. De interne dynamiek van een grote uitstaande overheidsschuld gekoppeld aan hoge nominale intrestvoeten zal, volgens deze waarnemers, leiden tot een explosieve situatie waarbij de intrestbetalingen een steeds groter deel van de overheidsuitgaven zullen uitmaken. De last van deze rentebetalingen zou dan op de duur ondraaglijk worden, waaruit sommigen dan ook konkluderen dat formules van konsolidatie van de overheidsschuld moeten overwogen worden (zie bij voorbeeld Glesjer en Vuchelen(1983), en De Bruyne(1984)).

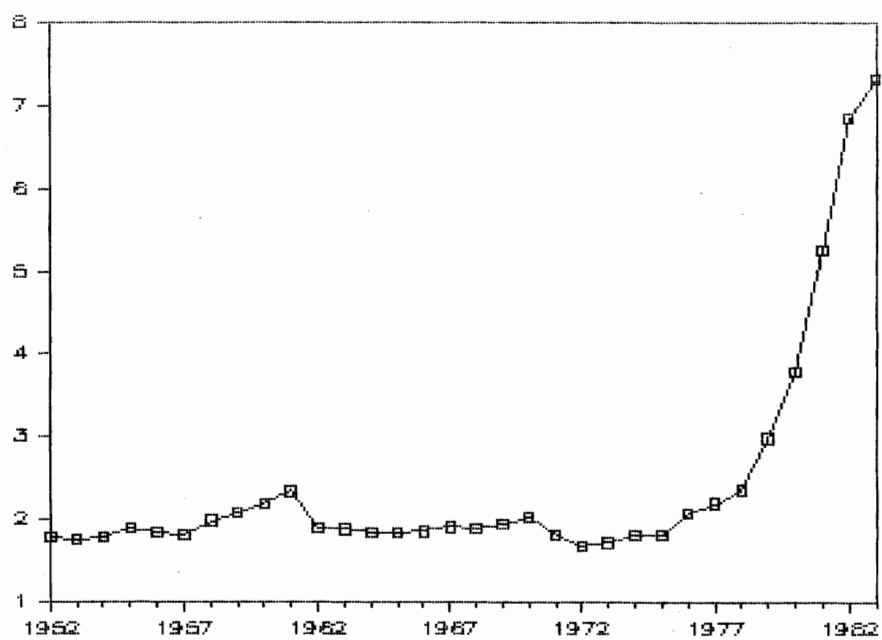
In dit standpunt gaan we verder in op deze problematiek. In een eerste sektie stellen we de vraag hoe groot de last van de rentebetalingen is, en maken we een onderscheid tussen reële en nominale intrestlasten. In een volgende sektie bespreken we de resultaten van onze berekening van de hoogte van de reële rentelasten, waarna we deze vergelijken met de reële groei van de belastingsopbrengsten en van het BNP. In een laatste sektie behandelen we de vraag of een konsolidatie van de overheidsschuld op dit ogenblik wenselijk is.

2. DE NOMINALE INTRESTLASTEN

Het probleem van de rentelasten op de overheidsschuld kan best geïllustreerd worden aan de hand van figuur 1 (zie ook V. Van Rompuy en E. Schokkaert (1983)). Deze geeft de jaarlijkse rentebetalingen van de overheid als een percent van het BNP. Het valt op dat deze rentebetalingen op exponentiële wijze zijn gaan toenemen sinds het midden van de zeventiger jaren. Op het eerste zicht leidt dit tot de onvermijdelijke konklusie dat we regelrecht naar een ondragelijke situatie afstevenen.

Het probleem met deze konklusie is echter dat ze gebaseerd is op een analyse van de nominale intrestlasten, zonder rekening te houden met het feit dat door het bestaan van inflatie de reële waarde van de overheidsschuld jaarlijks slinkt. Om dus een juist inzicht te verkrijgen in de reële last van de

Figuur 1 : Nominale Intrestlasten (in percent van het BNP)



Bron : Zie appendix

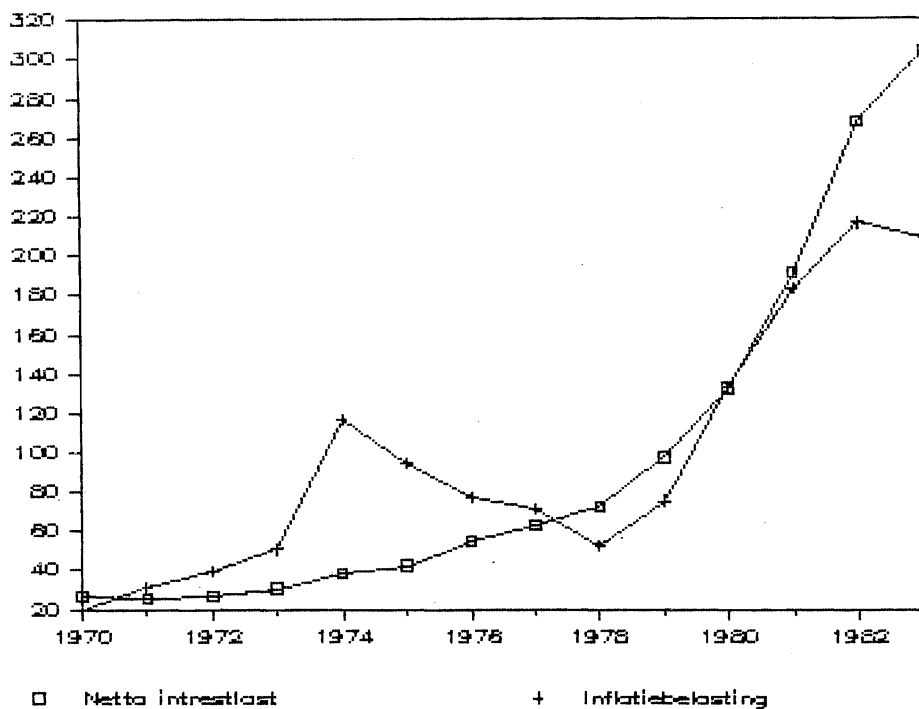
intrestbetalingen moet de impliciete inflatiebelasting die de overheid heft op de houder van overheidsfondsen expliciet in de analyse opgenomen worden(1).

Dat deze inflatiebelasting niet te verwaarlozen is blijkt duidelijk uit figuur 2. Deze toont samen met de intrestbetalingen door de overheid, de omvang van de reële daling van de uitstaande overheidsschuld die het gevolg is van inflatie. Zo ziet men dat in 1983 de overheid voor iets meer dan 300 miljard frank aan intrestbetalingen verrichtte. Tegelijkertijd, echter, recupereerde de overheid meer dan 200 miljard frank dank zij de inflatie die de koopkracht van het uitstaande overheidspapier verminderde. Deze "verborgen" belasting wordt niet in het budget opgenomen. Het gevolg is dat de rentelast van de overheid op substantiële wijze wordt overschat indien alleen naar de nominale rentebetalings wordt gekeken.

Een bezwaar dat soms geuit wordt tegen deze visie op de rentelasten is de volgende: De overheid, zo wordt gesteld, moet vandaag het geld vinden om de nominale intrest op de uitstaande schuld uit te betalen. De winst die ze haalt uit de depreciatie van de schuld geeft echter geen aanleiding tot een positieve cash-flow. Het resultaat is dat de overheid om deze rentebetalings te kunnen verrichten bijkomende belastingen moet heffen of een bijkomend beroep op de kapitaalmarkt zal moeten doen, zodat het beslag van de overheid op het nationaal inkomen nog eens toeneemt.

Deze redenering is echter foutief als we van de plausibele veronderstelling uitgaan dat de eigenaars van overheidspapier de reële waarde van hun vermogen konstant wensen te houden. Als de overheid een rentebetaling doet die de eigenaar van overheidspapier compenseert voor het door de inflatie veroorzaakte koopkrachtverlies, zal deze eigenaar er belang bij hebben deze "inflatievergoeding" te herbeleggen om zodoende de reële waarde van zijn vermogen op peil te houden. M.a.w. de overheid zal in principe geen probleem hebben om de rente uit te betalen die een compensatie is voor inflatie. Het komt uit de zak van degene die deze rente verkrijgt. Er kan geen sprake zijn van bijkomend beslag op het nationaal inkomen (2). Een probleem zal slechts ontstaan wanneer het vertrouwen in de nationale overheid geschokt wordt, bijv. bij een nakende devaluatie, of wanneer konfiskatie, eufemistisch konsolidatie, gevreesd wordt, of nog indien gevreesd wordt dat de overheid een

Figuur 2 : Intrestlast en Inflatiebestrijding (in miljard frank)



Bron : Zie appendix

beleid voert dat tot een akseleratie van de inflatie zal leiden. In al deze gevallen zullen beleggers slechts bereid zijn deze inflatievergoeding te herbeleggen in overheidspapier, indien ze hiervoor vergoed worden door een hogere rentevoet.

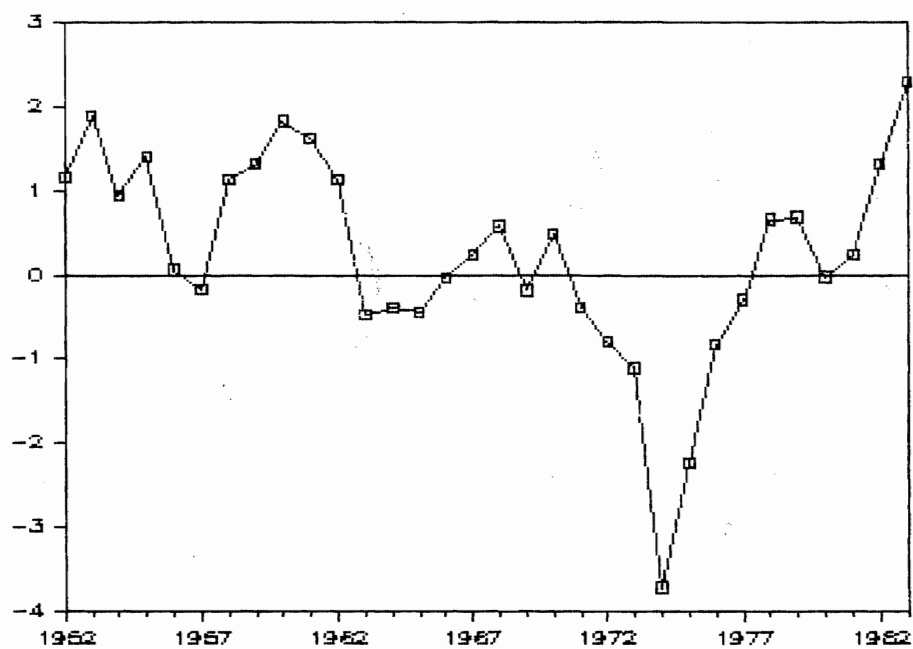
3. DE REELE INTRESTLASTEN

Om een juist inzicht te verkrijgen van de werkelijke rentelasten moet dus de depreciatie van de overheidsschuld afgetrokken worden van de nominale rentebetalingen. Een tweede korrektie die uitgevoerd moet worden heeft te maken met de roerende voorheffing. De overheid recupereert immers aan de bron een deel van de intrestbetalingen op de rijksschuld. Deze roerende voorheffing moet in mindering gebracht worden van de nominale rentelasten daar zij voor de overheid geen reële last zijn.

Voeren we nu die twee correcties m.b.t. de inflatie en de roerende voorheffing door, dan bekomen we de reële rentelasten (voor meer details over de berekeningen zie appendix). Figuur 3 toont ons deze reële lasten in percent van het BNP. Wat meteen opvalt is dat de omvang en het verloop er anders uitzien dan deze van de nominale intrestlasten uit figuur 1.

Uit figuur 3 kunnen de volgende konklusies getrokken worden. Ten eerste, de reële intrestlasten in 1983 zijn in historisch perspectief relatief hoog te noemen. Toch zijn ze vergelijkbaar met de reële intrestlasten van de overheid in 1953 en tijdens het begin van de zestiger jaren. Gedurende deze perioden bedroeg de reële rentelast ook ongeveer 2 % van het BNP. Ten tweede, sinds 1974 is er een spektakulaire ommekeer opgetreden in de ontwikkeling van de reële rentelasten. Gedurende het midden van de zeventiger jaren waren deze sterk negatief, m.a.w. de overheid kollekteerde meer inflatiebelasting van de eigenaars van overheidspapier dan ze deze aan intrest uitbetaalde. Aan deze situatie is recentelijk een einde gekomen. Het is duidelijk uit figuur 3 dat de periode van het midden van de zeventiger jaren meer dan de huidige, een uitzondering was in de naoorlogse reële renteontwikkeling. Zoals in vele andere landen heeft het uitzonderlijk laag niveau van de reële rentevoeten de overheid er gedurende deze periode toe aangezet grote sommen geld te ontfemen.

Figuur 3 : Reële Rentelast (in percent van het BNP)



Bron : Zie appendix

4. DE REELE INTRESTVOET EN DE GROEI VAN DE ECONOMIE

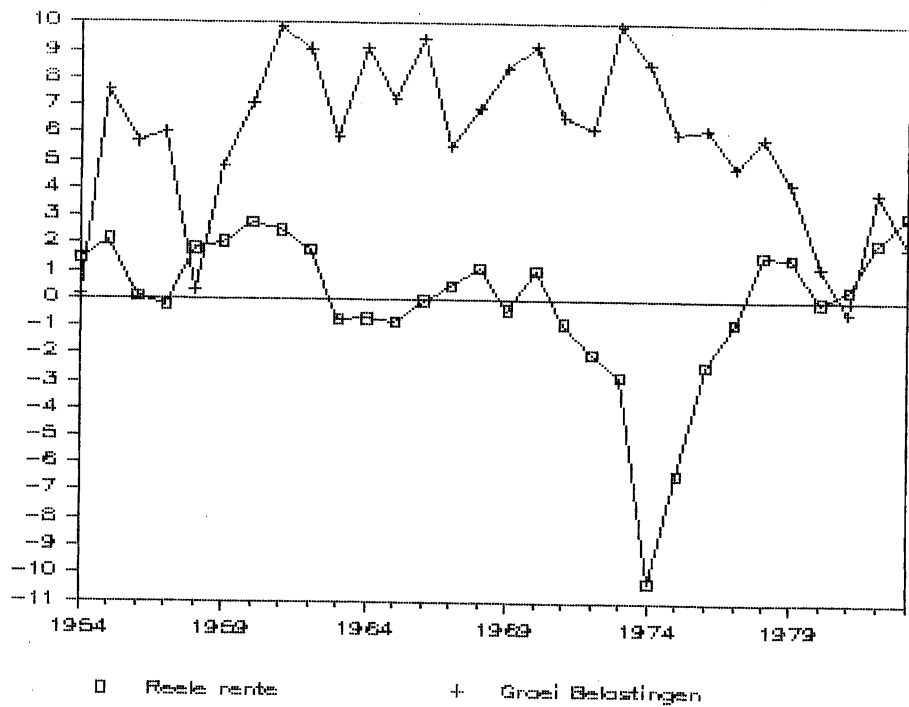
De analyse van de voorgaande sectie laat toe het probleem van de rentelasten van de overheid te dedramatiseren. Dit betekent echter nog niet dat er zich geen probleem stelt met deze rentelasten.

De economische theorie stelt dat problemen omtrent de last van de rentebetalingen ontstaan wanneer de reële rentevoet op de uitstaande overheidsschuld groter wordt dan de reële groei van de belastingsopbrengsten. (In appendix illustreren we dit aan de hand van een eenvoudig model). De intuïtieve verklaring van dit verband is de volgende. De reële rente op de overheidsschuld moet uiteindelijk gefinancierd worden door belastingsopbrengsten. Indien het groeiritme van deze laatste (in reële termen) lager is dan de reële rente op de overheidsschuld zal een steeds groter aandeel van de totale belastingsopbrengsten moeten gebruikt worden om deze reële rente te betalen. Anders uitgedrukt, een voldoende snelle groei van de belastingsopbrengsten maakt het mogelijk om de rente op de overheidsschuld te betalen, zonder dat deze rentelasten een steeds groter beslag leggen op de totale belastingsopbrengsten. Schiet de groei tekort dan komen we in een explosieve situatie terecht. Een steeds groter deel van de belastingen moet dan gereserveerd worden voor de (reële) rentebetalingen. (Zie ook G.De Bruyne(1984) voor een heldere uiteenzetting van dit probleem).

De relatie tussen de reële groei van de belastingen en de reële rente op de uitstaande overheidsschuld in België wordt weergegeven in figuur 4. Het meest opvallende is dat sinds enkele jaren de reële groei van de belastingen op dramatische wijze is verminderd, terwijl de reële rente op de overheidsschuld is toegenomen. Dit heeft tot een kritieke situatie geleid: Sinds 1980 zijn de reële groei van de belastingen en de reële rente ongeveer aan elkaar gelijk.

Uit het voorgaande kan een dubbele konklusie getrokken worden. Ten eerste, hoewel kritiek, is de last van de rentebetalingen op de overheidsschuld nog niet van die aard dat op dit ogenblik van een explosieve situatie kan gesproken worden. M.a.w. de reële groei van de belastingsopbrengsten laat het de

Figuur 4 : Reële Rente op Overheidsschuld en Reële Groei van de belastingen (in percent)



Bron : Zie appendix

overheid op dit ogenblik nog toe om de reële rentelasten op te vangen zonder een voortdurend stijgend deel van de belastingopbrengsten te moeten aanwenden. De evidentie van figuur 4 wijst echter ook uit dat de ruime marge van comfort waarover de overheid tot voor kort beschikte verdwenen is.

Een tweede konklusie is dat problemen in de nabije toekomst zullen ontstaan indien de reële rentevoet op de overheidsschuld blijft stijgen en (of) indien de vertraging in de reële groei van de belastingopbrengsten zich doorzet. Het eerste leek tot voor kort minder waarschijnlijk, maar behoort nu wegens de druk op de BF, tot de mogelijkheden. Het tweede zal afhangen van de groei van het BNP en van de mogelijkheden om de belastingdruk op te drijven. Het kan dan ook nuttig zijn om de reële groei van de belastingen uit te splitsen in zijn twee samenstellende componenten, m.n. de reële groei van het BNP en van de belastingdruk. Dit wordt in figuur 5 gedaan. Deze vergelijkt de reële groei van het BNP en van de belastingen. Het verschil tussen de twee reeksen weerspiegelt de stijging van de belastingdruk (in konstante prijzen). Uit deze figuur blijkt dat de vertraging van de groei van de belastingopbrengsten (sinds 1973-74) praktisch uitsluitend te wijten is aan de groeivertraging van het BNP.

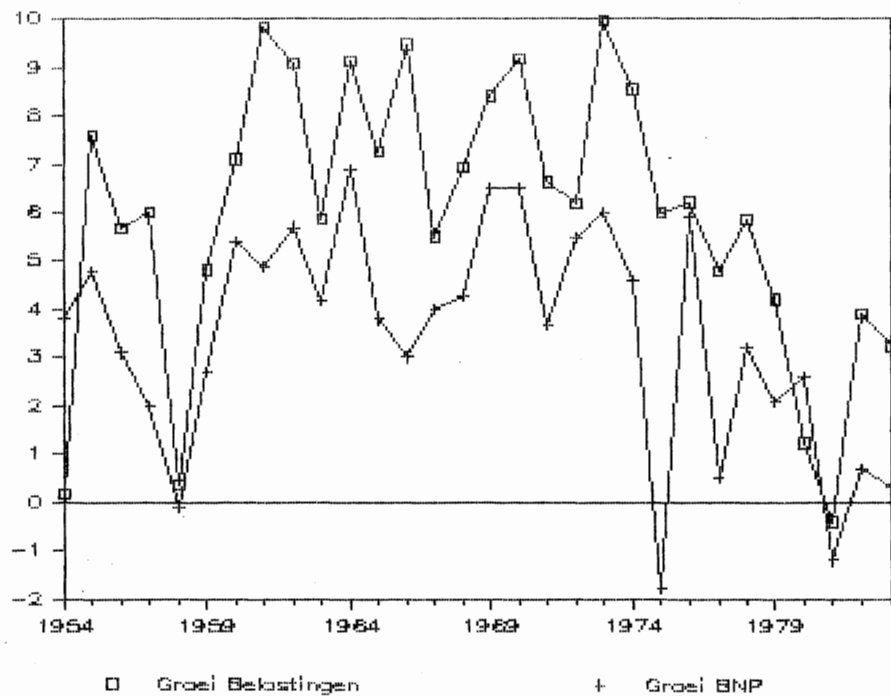
Uit figuur 5 blijkt ook dat de reële toename van de belastingopbrengsten die gedurende 1980-83 werd gerealiseerd uitsluitend veroorzaakt werd door een stijging van de belastingdruk. Dit betekent dat, tenzij de groei van het BNP toeneemt, de belastingdruk zal moeten blijven stijgen aan een jaarlijks ritme van 2 tot 3 percent, wil men vermijden dat de explosieve situatie ontstaat die eerder werd geschetst.

5. IS ER NOOD AAN KONSOLIDATIE ?

In de voorgaande sectie werd geargumenteerd dat, hoewel kritiek de situatie nog niet van die aard is dat de bestaande stock aan overheidsschuld en de daaraan gekoppelde rentelasten tot een ondraaglijke situatie zal leiden. Ook kan uit de empirische evidentie niet besloten worden dat de rentelasten tot een explosieve situatie leiden, waarbij een steeds groter deel van de overheidsinkomsten zal moeten aangewend worden om rentebetalingen te doen.

Deze konklusie leidt ons ook tot het logisch besluit dat er op dit ogenblik geen nood is om tot

Figuur 5 : Reële Groei van de Belastingen en van het BNP
(in percent)



Bron : Zie appendix

konsolidatie van de bestaande schuld over te gaan. Een konsolidatie zou slechts zinvol zijn als de bestaande overheidsschuld een zodanige last legt op de toekomstige overheidsinkomsten dat getwijfeld kan worden aan de capaciteit van de overheid om de rente op de schuld te blijven uitbetalen. De analyse van de reële rentelasten zoals we deze hier gevoerd hebben laat niet toe een dergelijk besluit te trekken.

Er zijn redenen om aan te nemen dat een konsolidatie van de overheidsschuld het probleem van de overheidsfinanciën zou verergeren in plaats van te verbeteren. De reden is dubbel. Ten eerste, zolang er grote budgettaire deficits blijven bestaan zal de overheid elk jaar belangrijke sommen vers geld moeten aantrekken in de kapitaalmarkt. Dit zal slechts kunnen indien er vertrouwen bestaat dat de overheid zijn kontraktuele verplichtingen zal naleven. Een konsolidatie betekent dat de overheid zijn kontraktuele verplichtingen verbreekt. Het is dan ook moeilijk in te zien waarom beleggers nog vertrouwen zullen hebben in de nieuwe kontraktuele verplichting die de overheid aangaat wanneer hij nieuwe obligaties uitgeeft. De kans wordt zeer groot dat de overheid na een konsolidatie de grootste moeite heeft om nieuwe leningen te plaatsen, die nodig zijn om de budgettaire deficits te financieren.

Dit probleem is nog scherper gesteld wanneer men bedenkt dat de overheid nu ongeveer 200 miljard per jaar uitbetaalt om de obligatiehouders te compenseren voor het koopkrachtverlies van zijn obligaties. Zoals eerder betoogd, zal indien vertrouwen bestaat dat de overheid zijn kontraktuele verplichtingen zal naleven, deze 200 miljard automatisch herbelegd worden. Indien dit vertrouwen niet meer bestaat (hetgeen onvermijdelijk is bij konsolidatie) zal deze herbelegging in overheidspapier niet gebeuren, zodat de liquiditeitsproblemen van de Schatkist zullen toenemen. Om dit effect te compenseren zou de konsolidatie zo drastisch moeten zijn dat de overheid alleen nog een reële rente uitbetaalt.

Uit het voorgaande besluiten we dat konsolidatie een remedie is voor de Belgische overheidsfinanciën die erger is dan de kwaal die men bestrijdt. Een konsolidatie zou de liquiditeitsproblemen van de Schatkist pas echt onoverkomelijk maken. De overheid zou immers de grootste moeite hebben om vermogensbezitters die door een konsolidatie gedeeltelijk "onteigend" werden te overtuigen met vers

geld over de brug te komen. Dit laatste zal echter nodig blijven zolang de overheid grote budgettaire deficits blijft opstapelen. Het probleem van de Belgische overheidsfinanciën ligt dan ook op het vlak van de hoge deficits, en kan slechts opgelost worden door saneringsoperaties. Een konsolidatie van de bestaande schuld is onnodig, en zou de financiering van de bestaande deficits bemoeilijken indien niet onmogelijk maken.

6. DE GOUDVOORRAAD VAN DE NATIONALE BANK : EEN VERBORGEN SCHAT ?

De goudvoorraad van de Nationale Bank oefent een grote aantrekkingskracht uit op de verbeelding van de mensen. Het lijkt alsof er een schat bestaat die totnogtoe niet werd gebruikt. Regelmatig duiken dan ook voorstellen op om deze schat aan te wenden met het oog op de verlichting van de overheidsschuld.

De voorstellen die hierover cirkuleren kunnen in twee categorieën geklasseerd worden. Een eerste stelt dat de goudvoorraad zou moeten "herwaardeerd" worden en dat de "meerwaarde" naar de Schatkist zou moeten gaan die met het vers geld een deel van de uitstaande schuld zou kunnen terugbetalen. Een tweede, meer subtiel voorstel gaat ervan uit dat de Nationale Bank de goudvoorraad zou kunnen verkopen op de internationale markt. De deviezen die hierdoor bekomen worden zouden dan aangewend kunnen worden om de buitenlandse schuld terug te betalen. Op die manier zou een belangrijk deel van de buitenlandse schuldenlast kunnen verlicht worden.

Het eerste voorstel kan vlug ontzenuwd worden. De herwaardering van de goudvoorraad is een zuiver boekhoudkundige operatie. Wanneer de Nationale Bank deze in zijn boeken zou opnemen tegen bijv. \$400 per ons in plaats van tegen \$40 per ons, verandert hierdoor de hoeveelheid noch de marktwaaarde van de goudvoorraad. Indien een dergelijke boekhoudkundige meerwaarde wordt omgezet in belgische frank die aan de Schatkist wordt uitgekeerd, gebeurt niets anders dan geldkreatie. Een dergelijke operatie is identiek aan een verhoging van het plafond van de Schatkist bij de Nationale Bank. Het enige verschil tussen deze twee vormen van geldschepping ligt in de manier waarop de Nationale Bank deze in zijn boeken inschrijft. In het ene geval boekt de Nationale Bank een bedrag op de post "Meerwaarde op het goud", in het tweede geval op de post "Voorschotten aan de Schatkist". In beide

gevallen is de goudvoorraad dezelfde, en heeft de Nationale Bank geld gekreëerd. De voorstanders van een dergelijke "goudherwaardering" pleiten dus voor het openstellen van de geldkraan.

Het tweede voorstel i.v.m. het goud verdient meer aandacht. De idee is hier dat de overheid de goudvoorraad (geheel of gedeeltelijk) moet verkopen, zodat met de verworven deviezen de buitenlandse schuld gedeeltelijk kan terugbetaald worden. Op die manier zou de last van de buitenlandse schuld kunnen verlicht worden.

Om dit voorstel te beoordelen past het enkele eenvoudige economische principes in herinnering te brengen: Het netto vermogen van een land wordt niet verhoogd door goud te verkopen om hiermee buitenlandse schuld af te lossen. Aktief en passief verminderen in dezelfde mate. Dit is ook het geval met een persoon die zijn huis zou verkopen om zodoende geen hypotheeklasten meer te hebben. Toch kan het soms raadzaam zijn tot een dergelijke beslissing over te gaan. Het enige criterium dat hier een rol mag spelen is het verwachte netto rendement van een dergelijke operatie.

Toegepast op het probleem van de verkoop van de goudvoorraad betekent de voorgaande algemene regel het volgende. Indien men verwacht dat de goudprijs in de toekomst aan een jaarlijks groeiritme zal stijgen dat hoger is dan de rente die de overheid betaalt op de buitenlandse schuld dan doet deze overheid er goed aan zijn goudvoorraad aan te houden. Immers, op die manier verhoogt het netto vermogen van het land in de toekomst. Omgekeerd, indien de verwachte jaarlijkse prijsstijgingen van het goud beneden de rente op de buitenlandse schuld liggen, dan moet het goud verkocht worden (3).

Tegen deze zienswijze zou men kunnen aanvoeren dat zelfs indien de verwachte jaarlijkse goudprijsstijging hoger is dan de rente op de buitenlandse schuld, de overheid toch gedwongen zou kunnen worden om het goud te verkopen. Immers, de rentelasten leiden tot een negatieve cash-flow, terwijl de goudprijsstijgingen geen positieve cash-flow genereren indien deze niet gerealiseerd worden. Het antwoord op dit bezwaar is dat bij een dergelijke gunstige evolutie van de goudprijs, de overheid geen problemen zou ondervinden om bijkomende buitenlandse

leningen te bekomen, om zodoende haar likwiditeitsproblemen op te vangen.

De konklusie uit dit alles is dat niet a-priori kan gesteld dat een goudverkoop de aangewezen politiek is. Een dergelijke beslissing moet gebaseerd worden op een vergelijking van de verwachte goudprijsstijging en de rente op de buitenlandse schuld.

7. BESLUIT

In dit standpunt werden de rentelasten van de overheidsschuld onderzocht. We gingen ervan uit dat de nominale rente op de overheidsschuld de werkelijke lasten sterk overschat, omdat ze geen rekening houdt met de winst die de overheid haalt uit de door de inflatie veroorzaakte depreciatie van de overheidsschuld. Deze laatste bedroeg meer dan 200 miljard in 1983. We kwamen dan ook tot het besluit dat op dit ogenblik, de reële rentelast (nog) niet dermate zwaar weegt dat een konsolidatie van de overheidsschuld moet overwogen worden. Zulk een konsolidatie zou de financiële problemen van de overheid, die moet kunnen rekenen op grote jaarlijkse stromen van vers geld, eerder verscherpen dan verbeteren.

Het voorgaande impliceert niet dat de rentelasten van de overheidsschuld geen problemen stellen. Zo constateerden we dat sinds 1980 een kritieke situatie is ontstaan. Sinds die datum is de reële groei van de belastingen nauwelijks groter geweest dan de reële rente op de overheidsschuld. Indien in de toekomst de reële groei van de belastingen onder het niveau van de reële rente zou komen te liggen, dan zou een explosieve situatie ontstaan waarbij de reële rentelasten een steeds groter deel van het overheidsbudget in beslag zouden nemen. Het kritieke van de situatie is dat sinds 1980 de reële groei van de belastingsoptbrengsten praktisch uitsluitend het gevolg is geweest van een toename van de belastingdruk.

Hier ligt waarschijnlijk de kern van het probleem van de rentelasten van de overheidsschuld: Tenzij de groei van het BNP herneemt, zijn we veroordeeld de belastingdruk jaarlijks op te drijven. Dit kan op zijn beurt een vicieuze cirkel in gang zetten, waarbij de stijgende belastingdruk de groeimogelijkheden van de economie ondermijnt.

In dit standpunt hebben we er ook de nadruk op gelegd dat om een juist inzicht te verkrijgen in de werkelijke last van de rentebetalingen voor de overheid, een inflatieboekhouding moet toegepast worden. Dit is ook zo voor ondernemingen die een inzicht willen verwerven in de reële winst of verlies. Het betekent geenszins dat we een "permissieve" houding aannemen t.o.v. de inflatie, of dat het voorgaande moet geïnterpreteerd worden als een pleidooi voor meer inflatie. Integendeel, inflatie blijft een probleem, en gepaste maatregelen moeten genomen worden om de inflatie niet te laten ontsporen. De grote budgettaire deficits en de monetaire financiering ervan zijn een permanent gevaar voor een dergelijke ontsporing. Ook leert de analyse van deze paper dat de overheid, op dit ogenblik, geen prikkel heeft om de inflatie te verminderen. Immers, bij een desinflatie zullen de reële rentelasten waarschijnlijk toenemen omdat een belangrijk deel van de uitstaande overheidsschuld aangegaan werd aan vaste, en hoge, nominale rentevoeten. Een vermindering van de inflatie zal dan ook de inflatiebelasting verminderen, en zodoende een tijdelijke verzwaring van de reële rentelasten van de overheidsschuld met zich meebrengen. Het is dan ook waarschijnlijk dat de overheid om die reden terugschrikt voor maatregelen die de inflatie terugschroeven.

VOETNOTEN

(1) Deze idee is niet nieuw, doch werd recentelijk ook uitgewerkt in Praet(1982), Siaens(1982), Lennan(1983) en Cukierman en Mortensen(1983).

(2) Zie W. Buitter(1983) voor een formele analyse van dit probleem.

(3) Deze regel moet verfijnd worden om rekening te houden met het feit dat de verwachte goudprijsstijgingen aan een veel grotere onzekerheid onderhevig zijn dan de rente op de buitenlandse schuld. Men zou dan kunnen stellen dat om het goud aan te houden de verwachte jaarlijkse goudprijsstijging groter moet zijn dan de rente op de buitenlandse schuld plus een risikopremie.

APPENDIX I : STABILITEITSVOORWAARDE VOOR DE RENTELASTEN

Vertrekkende vanuit enkele eenvoudige definitievergelijkingen kunnen we een stabiliteitsvoorwaarde voor de reële rentelasten afleiden. We zullen m.a.w. nagaan onder welke voorwaarde reële rentelasten konvergeren naar een vaste proportie van de belastinginkomsten. We maken hierbij abstractie van de roerende voorheffing.

De reële intrestlasten, R , kunnen als volgt geschreven worden :

$$R = (n - \pi) D \quad (1)$$

waarbij : n = nominale rentevoet = $r + \pi^e$

r = reële rentevoet

π = inflatie

D = uitstaande overheidsschuld

π^e = verwachte inflatie

Definiëren we d als de schuldratio en ρ als de reële intrestlast-ratio, dan geldt :

$$D = d PT \quad (2)$$

$$R = \rho PT \quad (3)$$

met PT = nominale belastingontvangsten

Uit (1), (2) en (3) volgt :

$$\dot{R} = (n - \pi) \dot{D} \quad (4)$$

$$\dot{D} = d\dot{P}T + dPT + d\dot{P}T \quad (5)$$

$$\dot{R} = \rho\dot{P}T + \rho PT + \rho\dot{P}T \quad (6)$$

Als we vervolgens (5) en (6) in (4) substitueren en beide leden delen door PT , bekomen we :

$$\dot{\rho} + \rho \frac{\dot{P}}{P} + \rho \frac{\dot{T}}{T} = (n - \pi) \left(\dot{d} + d \frac{\dot{P}}{P} + d \frac{\dot{T}}{T} \right) \quad (7)$$

Noteren we de reële groei van de belastingen $\frac{\dot{T}}{T}$ als t , dan bekomen we, na herschikking van de termen, de volgende uitdrukking voor de

groei van de intrestlastratio :

$$\dot{\rho} = -\rho(\pi + t) + (n - \pi) [\dot{d} + d(\pi + t)] \quad (8)$$

Uit uitdrukking (8) kunnen we opmaken dat de noodzakelijke voorwaarde voor stabiliteit van de intrestlastratio, een stabiele *schuldratio* is. M.a.w. indien de schuldratio, d , konvergeert naar een konstante waarde dan zal de intrestlastratio ρ ook convergeren. Dit laatste volgt uit het feit dat in (8) de coëfficiënt van ρ negatief is.

Onder welke voorwaarde nu zal de schuldratio, d , stabiel zijn ?

Definiëren we de verandering van de overheidsschuld \dot{D} als volgt :

$$\dot{D} = PG - PT + nD \quad (9)$$

met PG = nominale overheidsuitgaven exclusief rentebetalingen.

Na substitutie van vergelijking (5) in vergelijking (9) en na deling van beide leden door PT , krijgen we :

$$\dot{d} + d\pi + dt = u - 1 + nD \quad (10)$$

waarbij u = de uitgavenratio $\frac{PG}{PT}$

Vergelijking (10) kan herschreven worden als :

$$\dot{d} = d[n - (\pi + t)] + (u - 1) \quad (11)$$

Een noodzakelijke stabiliteitsvoorwaarde voor de schuldratio d is dan :

$$\boxed{n < t + \pi} \quad (12)$$

m.a.w. de nominale groei van de belastingsopbrengsten ($t + \pi$) moet groter zijn dan de nominale rentevoet. Vermits $n = \pi^e + r$ volgt dat in een situatie van 'perfect foresight' ($\pi^e = \pi$), de *reële* groeivoet van de belastingen t groter moet zijn dan de *reële* rentevoet r .

Het is duidelijk dat wanneer de inflatieverwachtingen in tijden van sterke inflatie (jaren zeventig) achternahinken op de gereali-seerde inflatie, aan deze stabiliteitsvoorwaarde vlugger voldaan

zal zijn. Andersom kan een onverwachte inflatiedaling aanleiding geven tot een explosieve situatie.

De vergelijking (12) is een *noodzakelijke* stabiliteitsvoorwaarde. Het is echter nog geen *voldoende* voorwaarde. Immers, indien de uitgavenratio u in vergelijking (11) op explosieve wijze toeneemt, zal ook de schuldratio explosief evolueren.

Samengevat kan dus gesteld worden dat wanneer aan vergelijking (12) voldaan wordt, de schuldratio stabiel zal zijn. Dit betekent automatisch volgens vergelijking (8) dat ook de reële intrestlastratio ρ stabiel zal zijn. Wanneer we aannemen dat de verwachte inflatie gelijk is aan de gerealiseerde inflatie, dan is de stabiliteitsvoorwaarde voor de reële rentelasten :

$$r < t$$

(13)

APPENDIX II : DEFINITIES EN BRONNEN

RIJKSSCHULD

Uitstaande bedragen (in BF en deviezen) exclusief de gewaarborgde Kongolese schuld doch inclusief de door het Wegenfonds overgenomen schulden van de interkommunale verenigingen voor autowegen.

Bron : Documentatieblad Ministerie van Financiën

NOMINALE INTRESTLAST

Geordonnanceerde intrestbedragen exclusief de intresten op de Kongolese schuld, doch inclusief de intresten op schuld van de interkommunales voor autosnelwegen.

Bron : Documentatieblad Ministerie van Financiën

INFLATIEBELASTING

De inflatiebelasting in het jaar t werd berekend als de som van de volgende 2 componenten :

- (Géconsolideerde + Halflang vlottende schuld)_{t-1}
 \times (Inflatie tussen December t-1 en December t)
- (Kort vlottende schuld)_t \times (Gemiddelde inflatie jaar t)

Bij het berekenen van deze twee componenten werd ook telkens een onderscheid gemaakt tussen schuld in BF en schuld in deviezen. Voor de schuld in BF werden vanzelfsprekend de respektievelijke inflatiepercentages voor België genomen. De inflatiepercentages toegepast op de deviezenschuld zijn gewogen gemiddelden van de inflatie in Duitsland, Zwitserland, U.S.A., Nederland en Japan. De gewichten (a_i) werden als volgt berekend :

$$\text{- vanaf 1970 : } a_i = \frac{\text{Schuld in munt } i}{\sum_{i=1}^5 \text{ Schuld in munt } i}$$

- vóór 1970 : voor deze periode werden de gewichten konstant verondersteld en gelijkgesteld aan de gewichten voor het jaar 1970. De reden hiervoor was het ontbreken van een gedetailleerde uitsplitsing van de deviezen-schuld vóór 1970.

Wegens het ontbreken van gegevens werd voor de periode vóór 1960, de inflatie tussen december t-1 en december t gelijkgesteld met de gemiddelde inflatie in het jaar t.

Bron : - Gemiddelde inflatie : I.M.F., International Financial Statistics

- Inflatie op jaarbasis : O.E.C.D., Main Economic Indicators

ROERENDE VOORHEFFING

Het betreft hier enkel roerende voorheffing die wordt afgehouden van de intrestbetalingen op overheidsschuld.

Periode 1962-1967 : Roerende Voorheffing werd geschat op 14 % van de nominale intrestlast. Dit percentage is gebaseerd op de bevindingen uit de periode 1968-1970.

Periode 1968-1982 : Bron : Bulletin der Belastingen.

Een correctie werd gemaakt voor vermindering wegens internationale overeenkomsten.

1983 : Schatting op basis van de groei van de totale nominale intrestlasten.

BELASTINGEN

Fiskale en parafiskale heffing van de overheid

Bron : Documentatieblad Ministerie van Financiën

BRUTO NATIONAAL PRODUKT

Bron : N.I.S.

NOMINALE RENTEVOET OP RIJKSSCHULD

Berekend als $\frac{IL_t}{D_{t-1}}$

waarbij : IL_t = nominale intrestlast in jaar t

D_{t-1} = rijksschuld in jaar t-1

REELE RENTELASTEN

Berekend als de nominale rentelasten minus de inflatiebelasting en de roerende voorheffing. Voor het relevante cijfermateriaal, zie bijgevoegde tabel.

TABEL : RIJKSSCHULD, NOMINALE EN REELE RENTELASTEN
in miljard frank

	Rijksschuld Totaal	Nominale Rente lasten	Roerende Voorheffing	Inflatie- belasting	Reele Rente- lasten
	a	b	c	d	e=b-c-d
1952	266.30	7.20	0	2.52	4.68
1953	282.30	7.20	0	-0.58	7.78
1954	298.20	7.60	0	3.56	4.04
1955	311.60	8.60	0	2.19	6.41
1956	317.80	8.90	0	8.64	0.26
1957	323.60	9.30	0	10.15	-0.85
1958	345.60	10.30	0	4.37	5.93
1959	373.60	11.10	0	3.99	7.11
1960	396.10	12.54	0	2.11	10.43
1961	411.00	14.17	0	4.33	9.83
1962	423.20	14.18	1.984	4.79	7.40
1963	446.00	15.20	2.128	16.35	-3.28
1964	462.10	16.57	2.32	17.35	-3.10
1965	481.60	18.13	2.538	19.29	-3.70
1966	503.50	19.60	2.745	17.14	-0.28
1967	525.40	21.63	3.028	16.33	2.27
1968	567.20	23.04	3.298	13.72	6.02
1969	595.80	26.65	4.082	24.71	-2.14
1970	619.60	30.68	4.471	20.03	6.18
1971	642.90	31.83	6.415	30.85	-5.44
1972	710.20	33.47	7.055	39.00	-12.58
1973	763.70	38.42	7.766	50.50	-19.85
1974	820.60	47.08	9.12	116.34	-78.38
1975	928.40	51.80	9.613	94.28	-52.10
1976	1058.60	66.07	11.356	76.81	-22.09
1977	1228.60	76.50	13.833	71.20	-8.53
1978	1426.90	89.32	17.085	52.26	19.97
1979	1638.00	117.03	19.757	74.99	22.28
1980	1956.80	155.30	23.261	132.82	-0.78
1981	2439.10	216.54	25.706	182.65	8.18
1982	3085.00	295.32	27.643	216.19	51.49
1983	3567.10	335.23	31.375	208.30	95.55

BIBLIOGRAFIE

- BUITER, W., Measurement of the public sector deficit and its implications for policy evaluation and design, *IMF Staff Papers*, Vol. 30 (2), June 1983, pp. 306-349.
- CUKIERMAN, A. and MORTENSEN, J., Monetary assets and inflation induced distortions of the national accounts - conceptual issues and correction of sectoral income flows in 5 EEC countries, Commission of the European Communities, *Economic Paper* 15, 1983.
- DE BRUYNE, G., *Sanering van de overheidsfinanciën, schuldconsolidatie en herwaardering van de goudvoorraad*, mimeo, C.E.S., K.U.Leuven, 1984.
- GLEJSER, H. en VUCHELEN J., Naar een nieuwe schoktherapie voor de Belgische economie ?, *Maandschrift Economie*, Jg. 47, 1983, blz. 526-536.
- LENNAN, K., Monetary assets and inflation induced distortions of the national accounts. The case of Belgium, Commission of the European Communities, *Economic Paper* 20, 1983.
- PRAET, P., Some estimates of the wealth-effect of inflation on the Belgian government budget, *Cahiers économiques de Bruxelles*, No. 93, 1982, p. 145-153.
- SIAENS, A., La comptabilité nationale en contexte d'inflation de quelques erreurs d'enregistrement et d'interprétation, *Cahiers économiques de Bruxelles*, No 93, 1982, p. 79-93.
- VAN ROMPUY, V. en SCHOKKAERT, E., Begrotingstekorten, rentelasten en openbare schulden in België. Een kijk op halflange termijn, K.U.Leuven, *Leuverse economische standpunten*, 29, 1983.